

Langkah Strategis Menuju Transisi Energi: Penerbitan Obligasi Hijau oleh PT Pertamina Geothermal Energy Tbk.

Studi kasus ini ditulis oleh Ruslan Prijadi*, Haris Pratama Loeis, As Syahidah Al Haq sebagai bahan diskusi di kelas. Penulis tidak bermaksud menggambarkan apakah penanganan yang dilakukan untuk situasi manajerial tersebut sudah efektif atau tidak. Penulis mungkin menyamakan nama-nama dan informasi lainnya untuk alasan kerahasiaan. Informasi yang diberikan dalam kasus ini berasal dari wawancara langsung dengan perwakilan perusahaan dilengkapi dengan informasi yang diambil dari sumber-sumber publik.

Penggandaan naskah ini harus seizin Center for Education and Learning in Economics and Business (CELEB) FEB UI. Kampus UI Depok 16424

Di akhir tahun 2022, kesibukan Bapak Nelwin Adriansyah semakin meningkat. Senyum yang selalu menghiasi wajahnya agak berkurang. Sebagai Direktur Keuangan PT Pertamina Geothermal Energy (PGEO), yang direkrut dari pasar modal, Bapak Nelwin beserta timnya diberi tugas untuk mempersiapkan penerbitan hutang untuk menggantikan pinjaman (*refinance*) dari induk perusahaan PT Pertamina (Persero). Sejak tahun 2021, PGEO telah menetapkan rencana untuk melakukan penerbitan saham perdana (IPO), dengan kondisi memiliki kewajiban sebesar USD1,2 miliar, sebagian besar (USD 950 juta) berasal dari induk perusahaan; sisanya pinjaman lunak dari JICA dan World Bank. Dengan struktur hutang seperti ini, diperkirakan PGEO akan sulit untuk menyerap dana eksternal karena calon investor akan berpersepsi bahwa PGEO tidak independen, sangat tergantung pada induknya.

Pelaksanaan refinancing tidaklah mudah, karena membutuhkan dana yang besar dan penerbitan obligasi atau IPO merupakan proses yang cukup panjang, apalagi PGEO belum memiliki peringkat baik di level nasional maupun global. Langkah yang akan ditempuh oleh PGEO adalah menerbitkan bridge loan (hutang jangka pendek) sebelum penerbitan obligasi. Untuk mengurangi kebutuhan dana, PGEO

*ruslan.prijadi@ui.ac.id

telah melakukan berbagai tindakan strategis, yaitu mengkonversi sebagian pinjaman persero (sekitar USD.111 juta) menjadi ekuitas, membayar sebagian hutang dengan kas (USD 40 juta), sehingga tersisa USD 800 juta per Juni 2021 yang dibiayai dengan bridge loan. Bridge loan diperoleh dari sindikasi enam bank, yaitu Bank Mandiri dan lima bank internasional.

Selanjutnya PGEO melakukan *early repayment*, sehingga saldo hutang tinggal USD 600 juta per 31 Desember 2021. Setelah melakukan IPO pada bulan Februari 2023, PGEO menggunakan USD 100 juta (sebagian dari USD 600 juta hasil IPO) untuk membayar bridge loan, sehingga saldonya tersisa USD 500 juta. Dengan memanfaatkan *access cash* yang dimiliki PGEO pada saat itu, maka dilakukan lagi pembayaran sebesar USD 100 juta, sehingga saldo *bridge loan* PGEO, jadi sudah berkurang dari USD 800 menjadi 400 juta. Jumlah USD 400 juta inilah yang akan menjadi fokus pemenuhan strategi *refinance* dengan penerbitan obligasi. Mengingat jumlahnya yang sangat besar, pilihannya adalah menerbitkan obligasi global yang menjangkau pasar yang luas.

Keinginan untuk melakukan refinancing dengan obligasi masih menyisakan opsi yang cukup pelik bagi manajemen PGEO, apakah perusahaan lebih baik menerbitkan obligasi global konvensional atau obligasi hijau (*green bond*). Sebagai produsen energi terbarukan, penerbitan obligasi hijau menyelaraskan PGEO dengan tren keberlanjutan global dan memperkuat profil lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan. Namun jika penerbitan obligasi hijau, yang prosesnya demikian rumit. tidak memuaskan maka dapat merusak reputasi PGEO. Adapun penerbitan obligasi konvensional relatif lebih sederhana, tidak memerlukan persyaratan khusus tentang proyek-proyek yang didanai dan juga pelaporan keberlanjutan. Selain itu, obligasi konvensional akan memberikan fleksibilitas yang lebih longgar, memungkinkan PGEO untuk mengalokasikan dana tidak hanya untuk mendanai proyek-proyek hijau tertentu.

Kegalaan berkecamuk di dalam tim yang dipimpin oleh Bapak Nelwin. Tim yang dipimpinnya terdiri dari orang-orang tangguh yang sudah biasa menangani penerbitan surat hutang, namun belum ada diantara mereka yang memiliki pengalaman menangani penerbitan obligasi global, apalagi mengenai obligasi hijau. Di induk perusahaan dan bahkan di lembaga keuangan lokal pun masih terbatas kemampuan untuk membandingkan penerbitan obligasi ramah lingkungan dengan obligasi konvensional. Karenanya cukup sulit bagi tim Bapak Nelwin untuk memperoleh saran yang akurat, penataan rencana keuangan yang tepat, dan strategi pemasaran yang efektif agar dapat memutuskan opsi obligasi mana yang sebaiknya diterbitkan oleh PGEO.

Desakan waktu menjadi faktor penting bagi tim Bapak Nelwin. Restrukturisasi shareholder loan dengan bridging loan untuk menjembatani penerbitan green loan, telah ditetapkan dalam rapat direksi sejak tahun 2021. Setelah melalui proses panjang akhirnya perusahaan memperoleh bridge loan sebesar USD800 juta dari konsorsium

yang terdiri dari bank lokal dan bank global. Pemegang saham ingin agar bridge loan segera diganti dengan obligasi yang berjangka waktu lebih panjang dengan tingkat bunga yang lebih rendah, sesuai dengan target untuk memperbaiki struktur modal dan memperoleh bunga yang lebih rendah. Untuk itu, tim Bapak Nelwin dituntut untuk mencari instrumen pinjaman terbaik bagi PGEO, dengan mempertimbangkan berbagai aspek, khususnya manfaat, risiko keuangan dan timing antara penerbitan obligasi global konvensional vs. obligasi hijau.

Perusahaan dan Lingkungannya

Profil PGEO

PGEO adalah anak perusahaan dari PT Pertamina Subholding Power & New Renewable Energy (PNRE) yang fokus pada pengembangan energi panas bumi dan pembangkitan listrik. Didirikan pada tahun 2006, perusahaan ini meluncurkan penawaran saham perdana pada tahun 2023. Pada tahun yang sama, PGEO mencatat sejumlah pencapaian penting, termasuk menjadi perusahaan terbuka, menerbitkan green bond, dan menjadi penyedia karbon kredit pertama di Bursa Karbon Indonesia. Hingga saat ini, PGE telah berkontribusi sebesar 82% dari kapasitas energi panas bumi terpasang di Indonesia.

Sejarah PGEO dimulai pada tahun 1974, ketika pemerintah menugaskan Pertamina untuk melakukan survei sumber panas bumi serta eksplorasi dan eksploitasi untuk menghasilkan energi listrik, sesuai dengan UU No.8 Tahun 1971 dan beberapa Keppres yang terkait. Setelah melalui berbagai tahap, perusahaan berhasil membangun Pembangkit Listrik Tenaga Panas Bumi (PLTP) Kamojang Unit I dengan kapasitas 30 MW, yang resmi beroperasi pada 28 Januari 1983, memanfaatkan energi panas bumi dari Lapangan Kamojang di Jawa Barat.

Catatan sejarah PGEO erat kaitannya dengan induk perusahaannya. Pada tahun 2003, Pertamina bertransformasi menjadi PT Pertamina (Persero) sesuai dengan Undang-Undang No. 22 Tahun 2001 tentang Minyak dan Gas Bumi. Untuk memenuhi ketentuan PP No 31/2003, pada tahun 2006, PT Pertamina mendirikan PT Pertamina Geothermal Energy (PGE) untuk mengelola kegiatan usaha di bidang pemanfaatan panas bumi. Pendirian anak perusahaan ini disertai dengan pengalihan pengusahaan sumber daya panas bumi oleh induk perusahaan. Pada tahun 2012, perusahaan menerima pengalihan kuasa pengusahaan sumber daya panas bumi atas 14 WKP dari Pertamina.

Selama periode selanjutnya, perusahaan telah mengoperasikan beberapa pembangkit penting. Pada tahun 2012, PGE resmi mengoperasikan PLTP Ulubelu Unit 1 dan 2 dengan kapasitas 55 MW di WKP Ulubelu. Pada tahun 2015, perusahaan memulai operasi komersial PLTP Kamojang Unit V dengan kapasitas 35 MW, diikuti oleh PLTP Ulubelu Unit 3 dengan kapasitas operasional sebesar 55 MW dan PLTP Lahendong Unit 5 dan 6 dengan kapasitas 2 x 20 MW. Pada tahun 2018, PGE

mengoperasikan secara komersial PLTP Karaha Unit 1 dengan kapasitas 30 MW, dan pada tahun berikutnya PLTP Lumut Balai Unit 1 dengan kapasitas 55 MW.

Sejalan dengan transformasi dan pembentukan PT Pertamina (Persero) sebagai holding, pada Agustus 2021 Perseroan membentuk Subholding Power & New Renewable Energy (PNRE), yang diikuti dengan restrukturisasi organisasi Perseroan sebagai bagian dari Subholding PNRE. Sesuai dengan tujuan pembentukan Subholding PNRE, Perseroan turut bertanggung jawab dalam mewujudkan transisi energi, mendukung ketahanan energi nasional, serta mewujudkan Indonesia yang bersih sesuai komitmen Pemerintah dalam Paris Agreement. Hingga 31 Desember 2023, Perseroan mengelola 15 Wilayah Kerja (WK) yang terdiri dari 12 Wilayah Kerja Panas Bumi (WKP), dan tiga Wilayah Kerja Izin Panas Bumi (IPB). Total kapasitas terpasang dalam WKP adalah 1.877 MW (Own Operations 672 MW & Joint Operation Contract 1.205 MW). Sebagai perusahaan yang mengelola panas bumi terbesar di Indonesia, PGEO bertekad menjadi perusahaan energi bersih kelas dunia pada tahun 2030.

Industri Geothermal di Indonesia

Industri geothermal memiliki keunggulan dibandingkan sumber EBT lainnya, yakni merupakan sumber energi yang mampu memproduksi secara stabil. Berbeda dengan tenaga surya, ombak, arus air, dan lainnya yang tingkat produksinya amat bergantung kepada cuaca, musim, dan faktor alam lainnya. Faktor inilah yang mendorong tingginya permintaan akan sumber energi geothermal, khususnya di daerah tektonik aktif dan dengan cekungan sedimen dalam, yang turut mendorong tingkat kelayakan teknis dan ekonomi atas pengembangan dan pemanfaatan geothermal.

Tidak seluruh cadangan geothermal layak untuk dikembangkan. Selain isu keekonomian, pertimbangan *net avoided social cost* turut menjadi aspek penentu kelayakan pengembangan lapangan geothermal. Indikator *net avoided social cost* adalah selisih antara biaya produksi energi geothermal dan *fossil fuel*, yang selanjutnya disesuaikan dengan mempertimbangkan eksternalitas-eksternalitas yang ditimbulkan kedua sumber energi. Bagi energi berbasis *fossil fuel*, eksternalitas negatif utama adalah emisi rumah kaca. Sedangkan bagi pembangkit energi geothermal, eksternalitas utama yang dipertimbangkan adalah pemanfaatan lahan dan polutan lokal atas aktivitas konstruksi dan operasi pembangkit.

Saat ini pembangkit listrik tenaga geothermal telah tersedia di lebih dari 30 negara. Kapasitas terpasang di setiap negara cukup beragam, berkisar antara kurang dari 1 MW_e hingga 3.700 MW_e. Teknologi utama yang digunakan dalam pembangkit listrik meliputi pembangkit *dry steam*, *flash steam*, dan *binary power plant*. Di beberapa negara, khususnya negara-negara yang tergabung dalam ‘1 GW_e Club’ (i.e. Indonesia, Selandia Baru, Filipina, Türkiye, dan Amerika Serikat), pembangkit listrik geothermal telah beroperasi selama beberapa dekade. Adapun beberapa negara lain, termasuk Belgia, Chili, Kolombia, Kroasia, Honduras, dan Hungaria, mulai memproduksi listrik

geothermal selama beberapa tahun kebelakang. Kapasitas terpasang pembangkitan listrik geothermal global per akhir 2021 adalah 15,96 GW_e, terkonsentrasi di wilayah Asia dan Oseania (5,9 GW_e), Amerika Utara (3,7 GW_e) dan Eurasia (3,5 GW_e).

Kapasitas pembangkitan listrik geothermal secara global meningkat dari 200 MW_e pada awal 1950-an menjadi sekitar 16 GW_e pada tahun 2020. Peningkatan signifikan terjadi selama periode 1970-an dan 1980-an, salah satunya dikontribusikan oleh krisis minyak bumi pada tahun 1973 dan 1980. Kenaikan tajam harga minyak memicu R&D berbagai sumber listrik alternatif, termasuk geothermal. Tersedianya geothermal secara lokal memungkinkan sejumlah negara untuk mengurangi ketergantungan pada bahan bakar konvensional impor untuk menghasilkan listrik. Sejak tahun 2000 hingga 2020, kapasitas terpasang produksi listrik geothermal meningkat pada laju rata-rata 3% per tahun, dengan kontribusi signifikan dari Indonesia, Kenya, Türkiye, dan Amerika Serikat. Meskipun mengalami pertumbuhan yang relatif cepat, energi geothermal hingga tahun 2022 hanya mewakili 0,5% dari pasar listrik terbarukan global.

Di Indonesia, kapasitas terpasang Pembangkit Listrik Tenaga Panas Bumi (PLTP) telah mencapai angka 2,4 GW per 2023. Kapasitas terpasang tersebut tersebar di 16 lapangan panas bumi yang telah beroperasi dan dieksploitasi di seluruh Indonesia. Kontribusi kapasitas terpasang PLTP dalam bauran pembangkit energi baru sebesar 2.9%, jauh dibawah target 7.3% per 2025. Dalam Rencana Umum Energi Nasional (RUEN), pengembangan PLTP ditargetkan telah mencapai kapasitas terpasang 7,2 GW per 2025 dan 9,3 GW per 2030. Artinya, pemerintah dan industri geothermal Indonesia memiliki tugas besar untuk mengejar ketertinggalan dalam hal konstruksi dan investasi PLTP.

Potensi energi geothermal Indonesia masih jauh di atas target produksi yang ditetapkan RUEN. Indonesia diperkirakan memiliki potensi geothermal sebesar 23,7 GW di 300 lokasi, yang dinilai memiliki kelayakan teknis untuk dieksploitasi dengan teknologi yang tersedia saat ini. Adapun jika terjadi perkembangan teknologi, potensi geothermal Indonesia dapat melambung hingga angka 74,3 GW. Apabila seluruh potensi energi geothermal mampu diutilisasi, geothermal dapat menjadi solusi sumber energi nasional, yang juga ramah lingkungan dan memiliki stabilitas produksi tinggi.

Penawaran & Permintaan akan Obligasi Hijau

Pasar obligasi hijau telah berkembang pesat sejak penerbitan pertama oleh European Investment Bank pada 2007, dengan total penerbitan yang mencapai lebih dari USD 500 miliar per tahun pada 2023. Pertumbuhan ini didorong oleh kebutuhan akan pendanaan untuk transisi energi, dengan proyeksi kebutuhan investasi rendah karbon global mencapai USD 2,26 triliun per tahun pada 2035. Sebagian besar dari investasi terkait iklim ini diharapkan dapat dibiayai melalui penerbitan green bonds, yang menawarkan biaya lebih rendah bagi penerbit berkat permintaan tinggi dari investor.

Pencapaian kebutuhan investasi sebesar USD 2,26 triliun per tahun tidak mungkin bergantung pada dana pemerintah. Data menunjukkan bahwa sekitar 60% pendanaan untuk aksi iklim berasal dari sektor swasta. Untuk memenuhi kebutuhan yang terus meningkat, ketergantungan terhadap pendanaan dari pasar keuangan global akan meningkat, dan diperlukan penciptaan produk investasi yang menarik. Obligasi hijau muncul sebagai instrumen utama, karena dana yang diperoleh digunakan secara eksklusif untuk membiayai proyek-proyek hijau yang sesuai dengan prinsip-prinsip keberlanjutan.

Green Bond Principles (GBP) telah dikembangkan oleh sejumlah lembaga keuangan dan bank untuk memastikan transparansi dan akuntabilitas dalam penerbitan obligasi hijau. GBP menyediakan panduan tentang desain, pengungkapan, dan pelaporan penggunaan dana, dengan berbagai kategori yang diakui, seperti energi terbarukan dan transportasi ramah lingkungan. Hal ini memberikan kejelasan dan kepercayaan bagi investor, yang kini dapat mengandalkan informasi yang lebih akurat tanpa harus melakukan penelitian mendalam.

Meskipun demikian, pangsa pasar obligasi hijau masih tergolong kecil, hanya sekitar 0,8% dari total pasar obligasi. Faktor-faktor yang menghambat pertumbuhan ini termasuk harga yang lebih tinggi dan imbal hasil yang lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional, serta persepsi risiko yang terkait dengan proyek-proyek hijau. Di Indonesia, ukuran pasar obligasi hijau masih terbatas, dengan hanya 2,62% dari total kapitalisasi pasar IDX, menunjukkan minimnya pengalaman penerbitan dan minat investor domestik terhadap surat berharga berlabel 'hijau'.

Penerbitan Obligasi Hijau

Dari sepuluh negara ASEAN, lima negara telah menerbitkan obligasi hijau, yaitu Indonesia, Thailand, Malaysia, Singapura, dan Filipina, berdasarkan data Bloomberg per Juni 2019. Indonesia, yang mulai menerbitkan obligasi hijau pada 2018, kini menjadi penerbit terbesar di ASEAN dengan kontribusi sebesar 58%, diikuti oleh Singapura (18%) dan Malaysia (14%). Penerbitan obligasi hijau di ASEAN menunjukkan pertumbuhan berkelanjutan, meskipun negara-negara tersebut belum masuk dalam sepuluh besar penerbit obligasi hijau terbesar di dunia, yang didominasi oleh Tiongkok, Prancis, Jerman, Amerika Serikat, dan Belanda.

Tren penerbitan obligasi hijau di ASEAN masih relatif baru, dimulai sejak 2017, sedangkan banyak penerbit terbesar global sudah memulainya pada 2014-2015. Secara global, hasil penerbitan obligasi hijau sebagian besar digunakan untuk sektor energi (38%), tetapi di ASEAN, 43% dari hasilnya digunakan untuk pembangunan gedung hijau, terutama di Singapura dan Malaysia. Sekitar sepertiga hasil obligasi hijau ASEAN dialokasikan untuk sektor energi, dengan fokus pada energi panas bumi dan surya, yang didorong oleh Indonesia, Thailand, dan Filipina.

Penerbitan obligasi hijau di ASEAN didominasi oleh sektor pemerintah, yang menyumbang 58% dari total penerbitan, lebih tinggi dibandingkan tingkat global (39%). Sektor energi, termasuk pembangkit listrik dan energi terbarukan, memiliki pangsa kecil baik di tingkat global (18% dan 4%) maupun di ASEAN (5% dan 1%). Di Indonesia, hampir semua obligasi hijau yang diterbitkan berasal dari pemerintah, sedangkan negara-negara ASEAN lainnya lebih melibatkan sektor swasta. Fenomena ini juga tercermin secara global, di mana 37% dari semua obligasi hijau diterbitkan oleh pemerintah.

Pemerintah Indonesia berkomitmen untuk mengurangi emisi gas rumah kaca dengan menetapkan target-target ambisius. Target tersebut mencakup pengurangan emisi sebesar 29% pada tahun 2030, kontribusi energi terbarukan sebesar 23% pada tahun 2025, dan meningkat menjadi 31% pada tahun 2050. Selain itu, Indonesia berencana membangun kapasitas energi surya sebesar 6.400 MW dan energi angin sebesar 1.800 MW pada tahun 2025, sebagai bagian dari upaya untuk mencapai target-target tersebut.

Permasalahan yang Dihadapi

Tuntutan Penerbitan Obligasi Hijau untuk Pembiayaan Proyek Energi Terbarukan

Pemerintah Indonesia telah menetapkan target *Net Zero Emissions* (NZE) pada tahun 2060 dengan penggunaan energi bersih dan hijau sebagai strategi utama. Dalam konteks ini, peran PT Pertamina (Persero), khususnya sub-holding Pertamina New & Renewable Energy (PNRE), sangat krusial. PNRE diharapkan menjadi katalis utama dalam aktivitas investasi dan produksi energi baru terbarukan (EBT) serta solusi rendah karbon di Indonesia. Tantangan utama yang dihadapi adalah pendanaan untuk proyek-proyek energi, seperti tenaga panas bumi, surya, bayu, angin, biogas, dan solusi rendah karbon lainnya. PGEO, salah satu perusahaan di dalam PNRE, merupakan ujung tombak bagi persero dan groupnya untuk mengawali pendanaan proyek-proyek yang dimilikinya dengan instrumen pembiayaan yang selaras. Telah ada keinginan dari pemegang saham agar pembiayaan dilakukan dengan obligasi hijau, namun keinginan itu tidak serta merta dapat dipenuhi. Tanpa memiliki rekam jejak dalam penerbitan obligasi, PGEO menghadapi dilema ketika harus memilih apakah lebih baik menerbitkan obligasi global biasa atau obligasi hijau.

Sebagai produsen energi terbarukan, penerbitan obligasi hijau akan menyelaraskan PGEO dengan tren keberlanjutan global dan memperkuat profil lingkungan, sosial, dan tata kelola perusahaan. Obligasi hijau akan menandai komitmen PGEO terhadap tanggung jawab lingkungan. Obligasi hijau akan menarik investor yang peduli lingkungan, yang berpotensi memberikan syarat yang lebih baik dan permintaan yang lebih tinggi karena maraknya minat terhadap investasi berkelanjutan secara global. Karena permintaan akan proyek atau aset hijau yang semakin meningkat, ada potensi bagi obligasi hijau dapat menawarkan kupon yang lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional.

Di sisi lain, penerbitan obligasi hijau memerlukan kepatuhan yang ketat terhadap standar pemilihan proyek-proyek yang memenuhi syarat, pelaporan regular mengenai lingkungan hidup, termasuk ketentuan untuk memastikan bahwa dana pinjaman hanya akan digunakan untuk mendanai proyek hijau yang memenuhi syarat. Kondisi ini meningkatkan beban kepatuhan dan komitmen jangka panjang terhadap keberlanjutan. Kegagalan untuk memenuhi janji ini akan merusak reputasi PGEO. Berbeda dengan obligasi hijau, obligasi global konvensional akan memberi fleksibilitas, memungkinkan PGEO untuk mengalokasikan dana secara lebih luas, tidak hanya untuk mendanai proyek-proyek hijau. Selain itu, prosedur penerbitan obligasi tradisional relatif lebih sederhana, tidak memerlukan persyaratan atau pelaporan khusus tentang keberlanjutan.

Tim Penerbitan Obligasi PGEO

Bapak Nelwin Aldriansyah, saat itu Direktur Keuangan PGEO, merupakan tokoh sentral yang bertanggung jawab atas proses pemilihan dan kemudian penerbitan obligasi hijau sebagai pengganti pinjaman (refinancing) kepada perusahaan induk. Berpengalaman panjang di pasar modal, Bapak Nelwin membawa cara pandang investor yang sangat menentukan kesiapan PGEO, sejak awal mengatur tahapan pembiayaan-ulang (refinance) PGEO, memperoleh *bridge loan* sebesar USD800 juta, bernegosiasi dengan perusahaan pemeringkat (FITCH dan Moody's), melakukan berbagai pertemuan dengan calon-calon investor, sehingga akhirnya PGEO berhasil menukar *bridge loan* dengan obligasi yang menawarkan kupon rendah namun tetap menarik minat para investor. Bapak Nelwin dibantu oleh Ibu Ana F. Subiarti sebagai Ketua Tim yang bertugas mengelola kegiatan harian, termasuk pertemuan dengan para bankir, underwriter, agen pemeringkat; proses pengadaan sampai dengan pelaksanaannya.

Di tingkat PGEO, proses penerbitan obligasi didukung oleh Bapak Ahmad Yuniarto yang ketika itu menjabat sebagai Direktur Utama PGEO. Dengan pengalaman yang mendalam di sektor energi, beliau telah memimpin berbagai inisiatif strategis untuk memperluas kapasitas produksi energi terbarukan di PGE, terutama energi panas bumi. Kepemimpinan beliau berfokus pada inovasi dan strategi keberlanjutan, yang selaras dengan tujuan perusahaan untuk menjadi pemimpin di bidang industri energi bersih. Dari persero tidak dapat dikesampingkan peran besar dari Ibu Emma Sri Martini, saat itu Direktur Keuangan PT Pertamina. Beliau memberi dukungan penuh dan bahkan sering menghadiri pertemuan dengan *rating agency* dan juga road-show ke para calon investor. Ibu Emma juga telah membuat rekaman yang menyatakan komitmen untuk mendukung rencana PGEO untuk menerbitkan obligasi (Catatan: Tidak dibuat surat resmi karena terdapat aturan yang melarang surat pernyataan dukungan dari induk perusahaan). Selain itu, di dalam Tim Persero terdapat pula Bapak Andi Bagus yang sangat membantu kelancaran proses penerbitan obligasi oleh PGEO.

Dilema Penerbitan Obligasi: Obligasi Konvensional vs Obligasi Hijau

PGEO menghadapi tantangan serius dalam upaya pembenahan struktur permodalannya yang sangat tergantung pada pinjaman dari perusahaan induk. Pada awal 2021,

perusahaan memiliki paid-up capital sebesar USD 83 juta dan retained earnings sekitar USD 960 juta, sementara total hutang mencapai USD 1,2 milyar. Sebagian besar hutang ini berasal dari pemegang saham, yakni PT Pertamina (Persero), dengan pinjaman sekitar USD 950 juta, sementara sisanya dari fasilitas G2G melalui JICA dan World Bank. Dengan struktur seperti ini, jika PGEO ingin melakukan IPO dengan kondisi seperti, dapat diperkirakan bahwa minat calon investor akan rendah karena mereka menilai bahwa perusahaan tidak independen dan sangat bergantung pada pendanaan dari induknya.

Untuk meningkatkan daya tarik bagi investor, PGEO menyadari akan pentingnya untuk melakukan pembiayaan ulang (re-financing) pinjaman dari persero. Mengingat kebutuhan dana yang sangat besar, manajemen PGEO berencana untuk melakukan IPO, dan sekaligus mencari peluang untuk menerbitkan obligasi global. Namun kedua rencana strategis ini mensyaratkan pentingnya PGEO mendapatkan rating internasional terlebih dahulu, padahal pada saat itu PGEO belum memiliki rating domestik maupun internasional, sehingga inisiatif shadow rating dimulai dengan Pefindo dan kemudian diikuti dengan Fitch. Dari proses ini, PGEO berhasil mendapatkan rating AA+ dari Pefindo, satu notch di bawah peringkat induk perusahaan. Proses pemeringkatan ini berjalan baik karena manajemen mengemas proyek-proyek dengan peluang return yang tinggi (dua digit) dan mampu meyakinkan pemeringkat adanya dukungan dari Pertamina sebagai pemegang saham utama.

Menjelang IPO, PGEO melakukan restrukturisasi modal dengan mengonversi sebagian utang menjadi ekuitas. Dari hutang sebesar USD 1,3 milyar, USD 111 juta diusulkan untuk diubah menjadi ekuitas. Pengajuan ini didasari oleh fakta bahwa proyek yang dibiayai pinjaman tersebut telah mengalami kerugian. Konversi ini disetujui dan membuat paid-up capital PGEO menjadi sekitar 1 miliar USD. Secara berbarengan, pada tahun 2021 PGEO telah mendapatkan bridge loan sebesar USD 800 juta dari konsorsium 6 bank, termasuk Bank Mandiri sebagai satu-satunya bank nasional. Setelah IPO, PGEO menggunakan dana hasil IPO untuk membayar sebagian hutang bridge loan yang telah diambil sebelumnya. Setelah melakukan pembayaran, bridge loan PGEO masih tersisa USD 400 juta. Proses pemeringkatan oleh lembaga global yaitu MOODY'S dan FITCH juga dilanjutkan, menghasilkan rating BBB- dan BAA3, masing-masing satu notch di bawah Pertamina. Dengan dukungan Pertamina, kepercayaan dari lembaga rating meningkat, memungkinkan PGEO untuk melanjutkan rencana penerbitan obligasi.

Dengan demikian, sebelum menerbitkan obligasi, PGEO telah melakukan pembayaran awal sebesar USD 200 juta dari total bridge loan, sehingga saldo pinjaman tersisa menjadi 600 juta USD pada akhir 2021. Setelah IPO pada Februari 2023, PGEO menggunakan USD 100 juta dari hasil IPO untuk mengurangi utang bridge loan dan menggunakan kas untuk mengurangi hutang sehingga saldo hutang tersisa USD 400 juta. Pengelolaan keuangan yang proaktif seperti ini memperkuat posisi PGEO dalam

melakukan refinancing melalui penerbitan obligasi, sambil memastikan bahwa sisa utang dapat dikelola dengan lebih baik.

Ketika hendak memilih antara obligasi global konvensional dan obligasi hijau, PGEO mempertimbangkan peluang untuk memperoleh ‘greenium’ atau penghematan kupon jika mereka berhasil menerbitkan obligasi hijau. Penghematan tersebut harus dapat menutupi biaya penerbitan obligasi hijau yang lebih rumit dibandingkan obligasi global biasa. Beberapa saat sebelumnya, PT Bank Mandiri (Tbk.) yang memiliki peringkat lebih tinggi dari PGEO telah berhasil menerbitkan obligasi global dengan kupon sebesar 5,6% dengan tenor 5 tahun. Jika PGEO mampu menerbitkan obligasi sekurangnya sama dengan yang telah diterbitkan oleh Bank Mandiri, hal ini menunjukkan kemampuan PGEO menarik minat investor. Lebih penting lagi, jika penerbitan obligasi oleh PGEO berjalan baik, artinya obligasi global (khususnya obligasi hijau) dapat digunakan untuk memberi dukungan finansial yang lebih baik bagi proyek-proyek energi mereka di masa datang, dan membuka peluang bagi penerbitan sekuritas serupa untuk membiayai berbagai proyek energi terbarukan di lingkungan PNRE atau Pertamina.

Penutup

Dalam konteks transisi menuju energi berkelanjutan, penerbitan obligasi hijau oleh PT Pertamina Geothermal Energy Tbk. bukan hanya merupakan langkah strategis dalam memperbaiki struktur keuangan perusahaan, tetapi juga sebagai pembelajaran penting bagi manajemen. Proses ini akan memberikan pemahaman yang lebih mendalam mengenai kepatuhan terhadap standar keberlanjutan dan transparansi, yang semakin penting dalam era investasi berkelanjutan. Dengan komitmen terhadap proyek-proyek hijau, PGEO dapat menarik perhatian investor yang peduli lingkungan, sekaligus memperkuat reputasi perusahaan di mata publik dan pemangku kepentingan.

Ke depan, pengalaman yang diperoleh dari penerbitan obligasi hijau ini akan menjadi fondasi bagi PGEO dan induk perusahaan dalam beralih ke obligasi ramah lingkungan untuk mendanai proyek-proyek yang lebih luas. Penyiapan ini akan memastikan bahwa PGEO tidak hanya memenuhi kebutuhan pendanaan saat ini, tetapi juga siap menghadapi tantangan dan peluang dalam transisi energi yang berkelanjutan. Dengan demikian, langkah ini bukan hanya sekadar tindakan finansial, tetapi juga bagian dari strategi jangka panjang untuk menciptakan dampak positif terhadap lingkungan dan masyarakat.

Pertanyaan Untuk Diskusi

1. Apa faktor-faktor yang harus diperhitungkan dan diperbandingkan ketika suatu perusahaan akan memilih diantara dua jenis obligasi yang berbeda?

2. Bagaimana keselarasan pilihan jenis obligasi dengan strategi keuangan PGEO?
3. Ketika hendak menerbitkan jenis obligasi yang akan digunakan, bagaimana prosesnya dan apa kendala yang dihadapi?

Referensi

- ASEAN Capital Market Forum (2018). ASEAN Green Bond Standards.
- Asian Development Bank (2022). Green Market Survey for Indonesia.
- Asian Development Bank. 2015. Unlocking Indonesia's Geothermal Potential
- Asian Development Bank. (2018). Promoting Green Local Currency-Denominated Bonds for Infrastructure Development in ASEAN + 3.
- Asia Pacific Economic Cooperation (APEC). (2017). Energy Efficiency Finance in Indonesia, Jakarta: APEC.
- Chang, Y. (2019). Green Finance in Singapore: Barriers and Solutions. ADBI Working Paper Series, <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/480756/adbiwp915.pdf>.
- Development Bank of Singapore (DBS). (2017). Green Finance Opportunities in ASEAN, Singapore: DBS, https://www.dbs.com/iwov-resources/images/sustainability/img/Green_Finance_Opportunities_in_ASEAN.pdf.
- Development Bank of Singapore (DBS). (2017). Green Bond Framework, Singapore: DBS, 1 July, <https://www.dbs.com/iwov-resources/images/sustainability/img/DBS-GreenBond-Framework.pdf>.
- Frandon-Martinez, Camille and Monica Filkova. (2018). ASEAN Green Finance: State of the Market 2018, Climate Bonds Initiative 30 November, https://www.climatebonds.net/files/files/ASEAN_SotM_18_Final_03_web.pdf.
- International Energy Agency (IEA). (2018). Energy Efficiency 2018: Analysis and outlooks to 2040, Paris: IEA.
- International Renewable Energy Agency. 2023. Global Geothermal Market and Technology Assessment
- Koh, H. (2017). Half of Southeast Asia's Renewable Energy Projects are Unbankable. Eco-Business. <http://www.eco-business.com/news/half-of-southeast-asiasrenewable-energy-projects-are-unbankable/>.
- Marsh & McLennan Companies. (2017). Closing the Financing Gap – Infrastructure Project Bankability in Asia. http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/v2/publications/2017/jun/Closing_The_Financing_Gap_Infrastructure_Project_Bankability_In_Asia.pdf.
- PT Pertamina Geothermal Energy Tbk. (2021). Laporan Tahunan 2021.
- PT Pertamina Geothermal Energy Tbk. (2022). Laporan Tahunan 2022.
- PT Pertamina Geothermal Energy Tbk. (2023). Laporan Tahunan 2023.
- Prisandy, R. F., & Widyaningrum, W. (2022). Green bond in Indonesia: The challenges and opportunities
- The Republic of Indonesia. (2017). Green Bond and Green Sukuk Framework, <https://>

[www.djppr.kemenkeu.go.id/uploads/files/dmodata/in/6Publikasi/Offering %20 Circular/ROI%20Green%20Bond%20and%20Green%20Sukuk%20Frame work. pdf.](http://www.djppr.kemenkeu.go.id/uploads/files/dmodata/in/6Publikasi/Offering%20Circular/ROI%20Green%20Bond%20and%20Green%20Sukuk%20Frame%20work.pdf)

Securities Commission Malaysia and World Bank Group. (2019). Islamic Green Finance: Development, Ecosystem and Prospects, Securities Commission Malaysia, March 2019, [https://www.sc.com.my/api/documentms/ download. ashx?id=a86707ce-07e0-4c75-9e45-7ad7bca6f540](https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=a86707ce-07e0-4c75-9e45-7ad7bca6f540).

Taylor, Robert P., Chandrasekar Govindarajalu, Jeremy Levin, Anke S. Meyer William A. Ward. (2008). Financing Energy Efficiency, The World Bank.

United Nations Environment Program (UNEP). (2016). Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options, UNEP, [http://unepinquiry.org/wp-content/ uploads/2016/09/6_ Green_Bonds_Country_Experiences_Barriers_and_Options .pdf](http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/6_Green_Bonds_Country_Experiences_Barriers_and_Options.pdf).

World Bank. 2015. What Are Green Bonds?

Lampiran

- Data mengenai perusahaan dapat diunduh dari laman Laporan - Pertamina Geothermal Energy Tbk
- Prospektus dapat diunduh dari laman [https://www.pge.pertamina.com/id/ prospektus](https://www.pge.pertamina.com/id/prospektus)

